



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩略低于预期

——海陆重工（002255）2009 年报点评

2010 年 3 月 18 日

中性/下调

海陆重工

财报点评

周宏宇 电力与电力设备行业研究员
zhouhy@dxzq.net.cn 010-6650 7323

事件：

海陆重工(002255)3月18日公布了2009年报:本报告期实现营业收入97,942.02万元,同比增长30.13%;实现营业利润15,129.01万元,同比增长68.45%;实现归属于母公司的净利润10,928.51万元,同比增加46.38%。主要原因是公司首次公开发行募集资金投资项目高效余热锅炉制造技术改造项目产能逐步释放所致。基本每股收益0.95元,扣除非经常性损益后的基本每股收益0.87元。

公司分季度财务指标

指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入(百万元)	180.91	242.82	165.05	184.59	281.01	281.40	232.43
增长率(%)	1.44%	40.99%	7.60%	12.66%	55.33%	15.89%	40.82%
毛利率(%)	24.51%	17.38%	32.31%	19.09%	24.42%	23.39%	27.76%
期间费用率(%)	10.38%	8.92%	13.87%	9.68%	6.66%	7.67%	7.95%
营业利润率(%)	14.01%	8.37%	17.89%	9.24%	17.57%	20.81%	11.32%
净利润(百万元)	25.92	20.45	31.91	14.50	43.86	46.43	21.41
增长率(%)	52.77%	33.49%	22.03%	2.90%	69.25%	127.09%	-32.89%
每股盈利(季度,元)	0.195	0.156	0.266	0.108	0.294	0.307	0.195
资产负债率(%)	60.87%	57.61%	60.42%	59.17%	56.60%	44.35%	44.14%
净资产收益率(%)	5.12%	3.90%	5.75%	2.54%	7.43%	4.30%	1.93%
总资产收益率(%)	2.00%	1.65%	2.27%	1.04%	3.22%	2.39%	1.08%

评论：

积极因素：

- 公司首次公开发行募集资金投资项目高效余热锅炉制造技术改造项目产能逐步释放。
- 报告期内，公司成功实施了定向增发，募集资金4.5亿元用于大型压力容器及核承压设备产能建设，形成了以余热锅炉为主，大型压力容器、核承压设备为辅的产品布局。
- 报告期内，公司进一步提高对技术创新的重视程度，取得“高温取热炉”发明专利证书，另有7项发明及实用新型专利被受理。公司项目“干熄焦引进技术消化吸收‘一条龙’开发和应用”获国家科学技术进步奖二等奖。

消极因素：

- 公司地处长江中下游地区，生产、运输、工资等各项成本偏高。

业务展望：

- 近年来，能源利用率低、环境污染严重所造成的生态环境破坏已成为制约我国经济发展的重要因素。公司是国内节能环保设备工业余热锅炉的龙头企业，随着我国大力推行资源节约型社会，以期实现经济的可持续发展，余热锅炉行业整体发展趋势向上。
- 在国家能源化工产业高速发展和装备渐趋大型化、国产化、高效、环保的市场背景下，公司在2009年非公开发行股票投资大型及特种材质压力容器制造技术改造项目，扩大利用在方面的技术优势和设计、开发、制造能力，扩大生产能力，适应市场需要。大型及特种材质压力容器是现代化工装置的核心设备，具有材料工艺复杂、技术含量高、制造难度大的特征，其制造水平的高低是衡量一个国家大型化工装置的标志，体现了重型装备制造的水准。
- 公司的另一收入来源于核承压设备加工业务，核电作为新型清洁能源，其设备生产受到国家节能政策与环保政策的支持与鼓励，在当前的能源政策背景下，我国核电正迎来飞速发展高峰，保守估计到2020年我国核电建设总投资将达到 8000亿元，其中设备投资约 4000亿元，核岛、常规岛及其他辅助设备市场容量分别为 1800亿元、1200亿元与1000亿元。按照设备国产化率达到70%的要求，辅助设备市场规模约 700亿元。
- 公司三大主要产品都处于行业上升通道中，前景良好，市场空间和潜力巨大。

盈利预测

表 1 预测财务报表

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	753	979	1,230	1,576	1,834
营业成本	577	745	949	1,213	1,411
营业费用	12	12	15	19	22
管理费用	58	66	80	102	119
财务费用	12	(2)	(3)	8	22
投资收益	0	4	0	0	0
营业利润	92	151	186	229	255
利润总额	94	159	193	236	262
所得税	6	32	39	47	52
净利润	88	126	154	189	209
归属母公司所有者的净利润	75	109	136	168	186
NOPLAT	98	119	146	190	221
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	272	736	615	788	917
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	154	224	270	345	402
预付款项	70	55	55	55	55
存货	613	587	728	930	1,082
流动资产合计	1,124	1,626	1,698	2,157	2,501
非流动资产	279	365	478	534	538
资产总计	1,403	1,991	2,177	2,692	3,038
短期借款	37	34	74	415	593
应付帐款	141	140	182	233	271
预收款项	584	602	602	602	602
流动负债合计	835	868	967	1,377	1,608
非流动负债	13	11	11	11	11
少数股东权益	48	64	82	103	126
母公司股东权益	507	1,049	1,116	1,200	1,293
净营运资本	289	758	731	780	893
投入资本 IC	326	416	663	936	1,101
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	88	126	154	189	209
折旧摊销	18	22	0	44	47
净营运资金增加	354	469	(27)	49	113
经营活动产生现金流	20	132	54	24	116
投资活动产生现金流	(46)	(94)	(150)	(100)	(50)
融资活动产生现金流	233	426	(25)	249	63
现金净增（减）	207	464	(121)	173	129

投资建议：

调整盈利预测：2010-2012年EPS分别为1.05、1.30、1.44元，鉴于2009年下半年以来涨幅巨大，下调为“中性”评级。

表 2 盈利预测和估值

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	753	979	1,230	1,576	1,834
主营收入增长率	14%	30%	26%	28%	16%
EBITDA（百万元）	122	171	220	281	323
EBITDA 增长率	8%	40%	28%	28%	15%
净利润（百万元）	75	109	136	168	186
净利润增长率	31%	46%	24%	24%	11%
ROE	15%	10%	12%	14%	14%
EPS（元）	0.750	0.950	1.051	1.301	1.443
P/E	64.3	50.8	45.9	37.1	33.4
P/B	10.5	5.9	5.6	5.2	4.8
EV/EBITDA	41.9	32.3	25.9	20.8	18.3

资料来源：东兴证券

分析师简介**周宏宇**

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力和电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。